

---

Finanzplatz  
**Frankfurt**

---

*Herausgegeben von der Landesbank Hessen-Thüringen*

Fritz Knapp Verlag · Frankfurt am Main

Bayerische  
Staatsbibliothek  
München

*ISBN 3-7819-0553-5*

*© 1994 by Verlag Fritz Knapp GmbH  
Frankfurt am Main*

Gestaltung, Umschlagentwurf:  
HWL & Partner Design, Frankfurt am Main

Gesamtherstellung:  
Druckhaus Beltz, Hemsbach

*Dieses Buch und der Schutzumschlag  
wurden auf chlorfrei gebleichtem Papier gedruckt*

Printed in Germany

# Inhalt

## Zu diesem Buch

*von Karl Kauermann*

*Seite 9*

## Kapitel 1: Neue Rahmenbedingungen für den Standort

Europäische Zentralbank:

Das Frankfurter Modell für die europäische Geldpolitik

*von Horst Schulmann*

*Seite 19*

Finanzmarktintegration und institutionelle Harmonisierung · Frankfurt – Zentrale europäischer Geldpolitik · Strategie für eine stabilitätsorientierte europäische Geldpolitik · Zentrale versus dezentrale Geldpolitik · Instrumentenauswahl: Mindestreserven, Basisrefinanzierung, Offenmarktgeschäfte · Basisrefinanzierung versus laufende Geldmarktaktivitäten · Europäische Geldpolitik und der Wettbewerb der Finanzplätze

Rahmenbedingungen für einen international  
wettbewerbsfähigen Finanzplatz

*von Gert Haller*

*Seite 35*

Neue Rahmenbedingungen: Richtlinien für den Bankenbereich, Harmonisierung im Wertpapier- und Börsenbereich, Richtlinien für den Versicherungsbereich · Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion · Grundsätze der Finanzplatzpolitik der Bundesregierung · Förderung der Wettbewerbsfähigkeit: Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, vertrauensbildende Maßnahmen, Modernisierung des Börsenrechts

Wirtschafts- und Finanzpolitik  
für einen internationalen Finanzplatz

*von Ernst Welteke*

*Seite 49*

Die Bedeutung des Finanzplatzes Frankfurt für die hessische Finanzpolitik · Gesetzliche Rahmenbedingungen · Unterstützung neuer Entwicklungen: Geldmarktfonds, Finanzinnovationen und -derivate · Finanz- und Gesellschaftspolitik des Landes Hessen

## **Kapitel 2: Internationaler Finanzplatz Frankfurt aus nationaler Sicht**

### **Die Anforderungen der Unternehmen an die Leistungsfähigkeit des Finanzplatzes Frankfurt**

*von Martin Frühauf*

*Seite 67*

Finanzierung, Zahlungsverkehr und Außenstandsabsicherung · Geld- und Kapitalanlage · Börsenorganisation, Informations- und Kommunikationstechnik · Devisen- und Zinsmanagement

### **Der Finanzplatz Frankfurt aus Sicht der privaten Banken**

*von Karl-Heinz Wessel*

*Seite 89*

Historischer Rückblick · Leistungsfähiges Universalbankensystem · Wachstumsstarker Finanzplatz · Perspektiven im internationalen Wettbewerb

### **Die genossenschaftliche Bankengruppe im Spannungsfeld zwischen Regionalität und Internationalität**

*von Wolfgang Grüger*

*Seite 101*

Wettbewerb der Finanzdienstleister verschärft sich weiter · Frankfurt als wichtige Schaltstelle des genossenschaftlichen Finanzverbundes · Dynamische Entwicklung des Wertpapiergeschäfts der Volksbanken und Raiffeisenbanken · Systematischer Ausbau des Auslandsgeschäfts

### **Die Bedeutung der deutschen Sparkassenorganisation für den Finanzplatz Frankfurt**

*von Horst Köbler*

*Seite 115*

Dynamik des Frankfurter Platzes · Finanzplatz Deutschland im internationalen Standortwettbewerb · Dreisäuliges Bankensystem als Standortvorteil · Passivseite der Sparkassen: Anziehungspunkt für Kapitalbildung · Aktivseite der Sparkassen: Motor der regionalen Entwicklung · Börsenkapitalisierung mittelständischer Unternehmen · Förderung des Aktiensparens · Bedeutung der föderalen Börsenstruktur

### **Internationalisierung des Finanzplatzes Frankfurt – Neue Herausforderungen an das Humankapital**

*von Gerhard Renner*

*Seite 131*

Bankenstrukturen · Menschen als gestaltende Kraft · Auch Bankgeschäfte wandeln sich · Mensch und Technik · Qualifizierung: das A und O · Mager ist „in“? · Beteiligung muß sein · Führungskräfte als Wertschöpfungszentrum · Personalverwaltung und Firmenkultur · Vom Auskommen zum Einkommen · Optimismus ist angebracht

## Kapitel 3: Der Finanzplatz aus ausländischer Sicht

### Die Rolle der Auslandsbanken bei der Internationalisierung des Finanzplatzes Frankfurt

*von Jürgen Eicke*

*Seite 143*

Das Erscheinungsbild · Typische Organisationsmerkmale · Marktstrategien · Weitere Internationalisierung · Visionen einer künftigen Finanzlandschaft · Verbandsarbeit und Lobbyismus

### On the Role of Foreign Banks in the Internationalization of Frankfurt as a Financial Center: A View from Japan

*von Hitoshi Tonomura*

*Seite 169*

Some History · Facts and Figures · Innovation, Securitization, Globalization, Computerization, Deregulation and Liberalization · Other Aspects – Nomura's Role

### Securities Markets Moving Ahead

*von Edward F. Roby*

*Seite 183*

Computer Trading versus Regional Bourses: Survival of the Fittest · Recent Legislative and Regulatory Reform · Structural Transformation · Securities Trading · Exchange Support Services · The "Equity Culture" · Market Performance · Investment Outlook

## Kapitel 4: Die Börse und ihr Umfeld

### Die Deutsche Börse AG auf dem Weg zum Dienstleister rund um das Wertpapier

*von Werner G. Seifert*

*Seite 209*

Konsolidierung der Deutsche Börse AG abgeschlossen: Marktumfeld, Entwicklung der Börsenorganisation · Strukturveränderung beschleunigt sich: Differenzierung der Interessen, Veränderung der Märkte, Verschärfung des Wettbewerbs · Effizienz des Finanzplatzes wird durch die Deutsche Börse AG gesteigert: Intermediationskosten bestimmen die Wettbewerbsfähigkeit, Beitrag zur Senkung der Intermediationskosten, erforderliche Veränderungen bei der Deutsche Börse AG

### Frankfurt: Internationales Finanzzentrum mit Geschichte

*von Andreas von Schoeler*

*Seite 235*

Ein Blick zurück · Anfänge · Die große Zeit der Privatbankiers · Abstieg und Aufstieg · Die Börse inzwischen auf Platz drei · Der Finanzsektor als Entwicklungsmotor der Stadt · Deregulierung setzt Kräfte frei · Bundesstaatliche Börsenaufsicht in Frankfurt · Auslandsbanken erfüllen eine wichtige Funktion · Europäische Wirtschaftsförderung und Währungsunion · Vom Betrachter zum Akteur · Der lange Weg zur Europäischen Zentralbank

## Die Chancen Frankfurts im Vergleich zu den großen Finanzplätzen der Welt

*von Wolfram Engels und Friedrich Thießen*

*Seite 255*

Die Tatsachen · Der theoretische Rahmen · Die Bundesbank · Die Banken · Die Börsen · Die Nichtbank-Unternehmen · Die Stadt · Ein Vorschlag

## Kapitel 5: Vertrauen durch Transparenz

### Finanzpublizitätsplatz Frankfurt:

### Auf dem Weg zur Internationalisierung

*von Heinz Brestel*

*Seite 283*

Im Schatten von London und New York · Bringt das EWL den publizistischen Durchbruch? · Bonn – Frankfurt und Berlin – Frankfurt · Ein Blick in die Schweiz · Internationaler Club Frankfurter Wirtschaftsjournalisten · Von Frankfurt für Europa

### Finanzmärkte und Finanzmarktforschung

*von Bernd Rudolph*

*Seite 297*

Empirische Kapitalmarktforschung in Deutschland · Effiziente Gestaltung von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen · Zielsetzungen finanzmarktpolitischer Forschung

## Die Autoren

*Seite 307*

## Sachregister

*Seite 313*

*Für die Marginalien zu den Beiträgen zeichnet der Verlag verantwortlich.*

Bernd Rudolph

## Finanzmärkte und Finanzmarktforschung

### 1. Problemstellung

Die rasche technische und organisatorische Weiterentwicklung des deutschen Börsensystems, die Stellung Frankfurts als Sitz des Europäischen Währungsinstituts und als zukünftiges Domizil einer europäischen Zentralbank, ganz generell die Bedeutung Frankfurts als Bankenmetropole im europäischen Binnenmarkt werfen immer wieder die Frage auf, ob der Finanzplatz Deutschland auch im Hinblick auf die universitäre Forschung und Lehre mit anderen internationalen Finanzplätzen „mithalten“ kann. Die Konkurrenzfähigkeit eines Forschungs-, Lehr- und Ausbildungsplatzes kann natürlich nicht isoliert betrachtet werden, sondern ist im Kontext der gesamten den Finanzplatz umgebenden Universitäts- und Forschungslandschaft zu würdigen.

Hier gibt es alarmierende Zeichen, die an dieser Stelle nicht alle noch einmal genannt werden müssen. Als weniger beachtetes, aber symptomatisches Signal sei aber auf den Trend hingewiesen, daß seit ein paar Jahren der Zustrom ausländischer Studenten nach Deutschland rückläufig ist. Nicht nur auf die USA ist zu verweisen, woher traditionell kaum Studenten wirtschaftswissenschaftlicher Fächer nach Deutschland gekommen sind. Heute müssen wir feststellen, daß selbst in europäischen Nachbarländern, in denen üblicherweise eine Vorliebe für einen Studienaufenthalt in Deutschland bestand, die staatlichen Stipendien für hochqualifizierte Abiturienten nur noch zu einem Bruchteil für ein Studium an einer deutschen Universität genutzt werden. Die Studentinnen und Studenten besuchen lieber die Universitäten angelsächsischer Länder oder präferieren andere europäische Studienzentren, an denen die universitären Ausbildungsgänge nicht so überlaufen sind wie in Deutschland. Die Bundesrepublik Deutschland hat sich in der Zwischenzeit eine „studentische Reservearmee“ von 1,85 Millionen

*Der Zustrom  
ausländischer  
Studenten nach  
Deutschland tendiert  
rückläufig*

Studenten angesammelt, aber nur knapp für die Hälfte dieser Studenten Studienplätze eingerichtet. Die dadurch bewirkte Überlast zehrt an den Nerven der Hochschullehrer und der Studierenden, wobei in den vergangenen Jahren zusätzliche Belastungen durch die notwendigen Aufbauhilfen für die Universitäten in den neuen Bundesländern und die Kooperation mit den neuen Hochschulen entstanden sind.

Ein anderer Hinweis mag die internationalen Forschungsanstrengungen im Bereich Banken, Börsen und Kapitalmarkt betreffen und ebenfalls ein deutsches Defizit belegen. Die „Corporation of London“ hat 1992 ein Projekt über die internationale Wettbewerbsposition des Finanzplatzes London initiiert, das für sich allein genommen schon eine erhebliche Forschungskapazität dieses Finanzplatzes demonstrieren kann, die hierzulande einen Vergleich sucht. Im Rahmen dieses Projektes werden Hochschullehrer der London Business School sowie weitere Forscher und Forschungsfazilitäten zusammengebracht, um Grundprobleme der Finanzmarktentwicklung und Spezialfragen der Regulierung und des Zusammenwachsens der Finanzsysteme zu einem europäischen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen zu untersuchen: „The Project is a three year study of the current and prospective future competitive position of London as a major international financial centre.“<sup>1</sup> Auch in anderen Ländern werden solche Forschungs- und Förderprogramme initiiert, während in Deutschland die Haltung überwiegt, lieber in den angelsächsischen Ländern nach Forschungsergebnissen und vielversprechenden Universitätsabsolventen Ausschau zu halten, als mit den überlaufenen deutschen Hochschulen zu kooperieren.

Bekanntlich ist die Ausbildungssituation im Numerus-clausus-Fach Betriebswirtschaftslehre besonders prekär, aber auch die volkswirtschaftlichen und juristischen Fachbereiche sind übertoll. Dabei zeigt gerade die Betriebswirtschaftslehre eine beachtliche Entwicklung. Die Betriebswirtschaftslehre hat nämlich an den Universitäten seit den fünfziger und sechziger Jahren einen bemerkenswerten Aufschwung genommen. Sie ist zum Teil mit eigenen Fakultäten vertreten. „Ihre Absolventen sind in Wirtschaft und Verbänden begehrt. In der öffentlichen Verwaltung haben Be-

1 London Business School, The City Research Project, Interim Report, Executive Summary, July 1992, Forword, S. 1.



triebswirte das traditionelle Juristenmonopol gebrochen. Die Attraktivität der Betriebswirtschaftslehre für junge Menschen ist groß. An vielen Universitäten ist sie daher zum Massenfach geworden.<sup>2</sup> Forschung kann sich in einem solchen Umfeld nur unter erschwerten Bedingungen entfalten. Dennoch gibt es vielversprechende Ansätze.

Hier kann auf die Einrichtung einzelner privat getragener Forschungsinstitute an den Universitäten wie beispielsweise das Institut für Kapitalmarktforschung an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main oder im nahen Umfeld auf das Institut für internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens an der Universität Mainz oder das Institut für bankhistorische Forschung in Frankfurt verwiesen werden, das sich mit seinen jährlichen Symposien und anderen Vortragsveranstaltungen zur Bankgeschichte einen Namen gemacht hat. Das Institut für internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens an der Universität Mainz bietet regelmäßige Kolloquien zu bankrechtlich aktuellen Themen an, führt bankrechtlich relevante Forschungsprojekte durch und publiziert grundlegende Ausarbeitungen in einer eigenen Schriftenreihe.<sup>3</sup> Das Institut für Kapitalmarktforschung führt seit über 25 Jahren in fachlich zusammenhängenden Kolloquienreihen Theoretiker und Praktiker am Bankenplatz Frankfurt zu Aussprachen über grundsätzliche und aktuelle Themen der Bankwirtschaft, der Finanzmärkte und des Börsenwesens zusammen und initiiert vielfältige Forschungsaktivitäten, das heißt insbesondere Diplom-, Doktor- und einzelne Auftragsarbeiten zu kapitalmarkttheoretischen und kapitalmarktpolitischen Fragen. Über die Ergebnisse dieser Arbeiten wird durch schriftliche Berichte und Buchveröffentlichungen regelmäßig informiert.<sup>4</sup>

Weniger bekannt in der Öffentlichkeit sind dagegen Anstrengungen zu einer Bündelung von Forschungsprojekten im Rahmen von sogenannten Schwerpunktprogrammen, die von der Deutschen

*Betriebswirtschaftslehre  
wurde zum  
Massenfach ...*

*... doch gibt es  
einzelne namhafte,  
privat getragene  
Forschungsinstitute*

2 Albach, H., Betriebswirtschaftslehre als Wissenschaft, in: H. Albach/K. Brockhoff (Hrsg.), Die Zukunft der Betriebswirtschaftslehre in Deutschland, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 3/93, S. 8.

3 Zu den Aktivitäten dieses Instituts vgl. den Beitrag von U. H. Schneider, Lehre und Forschung auf dem Gebiet des europäischen und internationalen Bankrechts, in: Wertpapier-Mitteilungen vom 7. 5. 1994, S. 783.

4 Zu einer Studie mit einem thematisch ähnlichen Bezug wie die Ausarbeitung der London Business School vgl. beispielsweise Institut für Kapitalmarktforschung (Hrsg.), Frankfurts Wettbewerbslage als europäisches Finanzzentrum, Frankfurt 1990.

Forschungsgemeinschaft finanziert und getragen werden. Die Bedeutung solcher Schwerpunktprogramme für die Finanzmarktforschung soll im folgenden Beitrag skizziert werden.

## **2. Empirische Kapitalmarktforschung in Deutschland**

Neben Einzelprojekten und den Sonderforschungsbereichen, in denen durch Konzentration von Wissenschaftlern und finanziellen Mitteln leistungsfähige Forschungseinheiten einzelner Hochschulen zur Bearbeitung anspruchsvoller und aufwendiger Forschungsvorhaben geschaffen werden sollen, fördert die Deutsche Forschungsgemeinschaft sogenannte Schwerpunktprogramme, die Wissenschaftler zahlreicher Hochschulen zu einem gemeinsamen Forschungsprogramm zusammenführen sollen. 1988 wurde im finanzwirtschaftlichen Bereich ein Schwerpunktprogramm mit dem Themenfeld „Empirische Kapitalmarktforschung“ beantragt und mit dem Ziel begonnen, den Aufbau einer wissenschaftlichen Datenbank für Kapitalmarkt- und Bilanzdaten zu bewerkstelligen und auf dieser Basis empirische Studien zur Analyse einzelner Segmente des Kapitalmarktes durchzuführen. Darüber hinaus sollte ein Forum zur Diskussion von Fragen der empirischen Kapitalmarktforschung für die beteiligten Wissenschaftler geschaffen werden.

Das Schwerpunktprogramm, das Ende 1994 abgeschlossen wird, hat eine Fülle neuer Erkenntnisse zur Finanzmarktforschung in Deutschland, insbesondere aber den Anschluß an die weitentwickelte theoretische und empirische Kapitalmarktforschung in den angelsächsischen Ländern gebracht. Neben zahlreichen Einzelstudien<sup>5</sup> sind wichtige Ergebnisse des Programms in einer gemeinsamen Publikation mit den Themenschwerpunkten „Informationsverarbeitung an Aktienmärkten“, „Preisbildung an Kassa- und Terminmärkten“, „Anlegerverhalten und Marktorganisation“ und „Beziehungen zwischen Kapital- und Gütermärkten“ zusammengestellt und veröffentlicht worden.<sup>6</sup>

5 Aktuelle Überblicke über Einzelstudien vermitteln die „Nachrichten aus dem Schwerpunktprogramm der Deutschen Forschungsgemeinschaft: Empirische Kapitalmarktforschung“. Darüber hinaus werden aber selbstverständlich auch im Rahmen vieler anderer Einzelprojekte an den Lehrstühlen wie in den Research-Abteilungen der Kreditinstitute wichtige Ergebnisse erarbeitet.

6 Bühler, W./Hax, H./Schmidt, R. (Hrsg.), Empirische Kapitalmarktforschung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 31/1993.

In der Zwischenzeit ist nun ein neues Schwerpunktprogramm mit dem Themenschwerpunkt „Effiziente Gestaltung von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen“ beantragt und bewilligt worden, das im Januar 1995 anläuft. An ihm werden über 40 Universitätsprofessoren und ihre Mitarbeiter mitwirken, um eine Koordination von theoretischen, empirischen und experimentellen Forschungsarbeiten zu erreichen, mit dem Ziel, wissenschaftlich fundierte Empfehlungen zur ordnungspolitischen Gestaltung von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen zu erarbeiten. Es erscheint reizvoll, einmal einen Einblick in die inhaltlichen Fragestellungen, Prämissen und Perspektiven des neuen Schwerpunktprogramms zu geben. Dazu soll versucht werden, einige Problemstellungen und die Zielsetzung der Arbeiten kurz zu charakterisieren.

*Ein neues Schwerpunktprogramm „Effiziente Gestaltung von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen“ läuft 1995 an*

### **3. Effiziente Gestaltung von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen**

Wenn Aussagen über eine effiziente Gestaltung von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen getroffen werden sollen, dann muß zunächst definiert werden, was unter dem Begriff der Effizienz zu verstehen ist und im Hinblick auf welche Funktionen die Effizienz der Finanzmärkte beurteilt werden soll. Auf dieser Basis können dann gegebenenfalls Gestaltungsempfehlungen erarbeitet werden, die das individuelle Verhalten der Marktteilnehmer, aber auch die staatliche Regulierung der Märkte und Institutionen betreffen.

Die Leistungsfähigkeit eines Finanzsystems als Gesamtheit aller Institutionen (Finanzmärkte und Finanzintermediäre) und Verhaltensnormen kann an drei Effizienzkriterien gemessen werden:

*Drei Effizienzkriterien dienen als Maß der Leistungsfähigkeit eines Finanzsystems*

- erstens an der *allokativen Effizienz* als Forderung beziehungsweise Ausdruck einer möglichst produktiven Verwendung der in einer Volkswirtschaft gesparten Mittel,
- zweitens an der *Risikoeffizienz* als Ausdruck einer möglichst vorteilhaften Verteilung der in der Wirtschaft bestehenden und entstehenden Risiken auf die beteiligten Wirtschaftssubjekte (Kapitalgeber, Kapitalnehmer, Manager) und
- drittens an der *Informationseffizienz* als Ausdruck einer möglichst transparenten Verwendung der investierten und anzulegenden Mittel.

*Allokation ersparter  
Mittel läuft  
grundsätzlich über  
Primär- oder  
Emissionsmärkte für  
Eigen- und Fremdkapital*

Die *Allokation* ersparter Mittel erfolgt grundsätzlich über die Primär- oder Emissionsmärkte für Eigen- und Fremdkapital sowie für sogenannte hybride Finanzierungsmittel, also für Finanztitel mit Eigen- und Fremdkapitalcharakter (Wandelanleihen, Optionsanleihen) und Mezzanine-Kapital (Genußscheinkapital, Nachrangige Darlehen etc.). Die Allokation erfolgt entweder direkt durch Platzierung der Finanztitel bei den Anlegern oder über Finanzintermediäre (insbesondere über Banken und Versicherungen), oder sie erfolgt im Zuge der Innenfinanzierung über den Umsatzprozeß der Unternehmen selbst. Eine effiziente Allokation der Mittel ist bei asymmetrischer Informationsverteilung und unterschiedlichen Interessen der Beteiligten (Aktionäre, Gläubiger, Arbeitnehmer, Manager) nicht mehr allein über das Preissystem zu erreichen. Im Extremfall würde das Mißtrauen der Anleger dazu führen, daß sie von einer weiteren Mittelanlage Abstand nehmen. Zur Verringerung dieser „Principal-Agent“-Probleme werden eine ganze Reihe von Vorschlägen gemacht wie die Reduzierung von Informationsasymmetrien durch Publizitätsanforderungen oder Insider-Vorschriften, die Eigenkapitalanforderungen an die Finanzintermediäre oder die Etablierung kollektiver Einlagensicherungssysteme.

Die Finanzmärkte unterscheiden sich weltweit insoweit fundamental, als den drei Säulen der Finanzmittelaufbringung, der Eigenmittelfinanzierung, der Fremdfinanzierung und der Selbstfinanzierung, eine durchaus unterschiedliche Bedeutung zukommt. So wird beispielsweise das amerikanische Finanzsystem als marktorientiert, das deutsche Finanzsystem als bankorientiert bezeichnet.<sup>7</sup> Mit dieser Unterscheidung korrespondiert die Einordnung amerikanischer Unternehmen in die Gruppe der Länder mit einem vergleichsweise niedrigen Verschuldungsgrad der Unternehmen und die Einordnung der deutschen Unternehmen in die Gruppe der Länder mit einem vergleichsweise hohen Verschuldungsgrad.<sup>8</sup> Die Vor- und Nachteile sowie eine mögliche Konvergenz markt- und bankorientierter Finanzsysteme werden in der Literatur herausge-

7 Größl-Gschwendtner, I., Regulierung des Finanzsystems und die Stabilität des Bankensektors. Die USA und die BRD im Vergleich, in: Konjunkturpolitik, 39. Jg. (1993), S. 286–314.

8 Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1989) sowie Borio, C.E.V., Leverage and Financing of Non-Financial Companies: An International Perspective, in: BIS Economic Papers No. 27, Basel 1990; und Francfort, A.J./Rudolph, B., Zur Entwicklung der Kapitalstrukturen in Deutschland und in den Vereinigten Staaten von Amerika. Eine vergleichende empirische Untersuchung, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 44 (1992), S. 1059 bis 1078.

arbeitet.<sup>9</sup> Weiterentwicklungen sollen in Projekten des Schwerpunktprogramms behandelt werden.

Die Fülle der in den letzten Jahren entwickelten Finanzinnovationen hat deutlich gemacht, daß *Risikoallokation* und Allokation der Finanzierungsmittel nicht übereinstimmen müssen, daß es vielmehr sinnvoll sein kann, eine von der Finanzmittelallokation abweichende Risikoallokation zu realisieren. Eine Trennung der Risikoposition vom Finanzengagement ergibt sich beispielsweise, wenn der Eigentümer einer Aktie durch einen Put auf diese Aktie deren Preisrisiko für eine gewisse Zeit auf einen Marktpartner, nämlich den Stillhalter der Put-Option, überträgt. Auch wenn der Inhaber eines Aktienportefeuilles durch den Verkauf eines DAX-Futures das Marktrisiko seines Bestandes auf einen Marktpartner, nämlich den Käufer des DAX-Futures überträgt, findet eine Separierung von Risikoübernahme und Finanzmittelbereitstellung statt. Die Marktpreisrisiken können mit Hilfe von Finanzinnovationen (Optionen, Futures, Swaps) auf jene Marktteilnehmer verlagert werden, die sie am leichtesten oder zumindest für eine bestimmte Zeit leichter tragen oder übernehmen können. Daß diese Übernahmemöglichkeit beziehungsweise die Präferenz zur Übernahme von Risiken ein sehr kurzfristiges Phänomen sein kann, zeigt der rasche Umschlag der derivativen Positionen an den Märkten.

Die hohen Transaktionsvolumina an den Märkten für derivative Finanzmittel können zu neuen Risiken (Transaktionsrisiken, Netting-Risiken, Ansteckungsrisiken) führen, die die Marktteilnehmer und die Aufsichtsbehörden sorgfältig beobachten und gegebenenfalls begrenzen müssen. Eine Beurteilung der Risikoeffizienz eines Finanzmarktes darf diese neu im Markt entstehenden Risiken nicht vernachlässigen.

Finanzierungsmittel und Risiken können nur dann vernünftig auf die Marktteilnehmer verteilt werden, wenn diesen die für die Allokation notwendigen Informationen stets zur Verfügung stehen. *Informationseffizienz* im strengen Sinn ist kaum erreichbar, weil stets Informationsasymmetrien zwischen den Emittenten und den Anlegern bestehen, so daß die Emittenten den Anlegern gegenüber vielfach Informationsvorsprünge in Form von Insider-Wissen voraushaben. Häufig ist aber auch das Wissen unter den Anlegern keineswegs gleich verteilt, so daß es auch hier Insider-Wissen und

*Hohe Transaktionsvolumina an den Märkten für derivative Finanzprodukte bergen neue Risiken*

9 Edwards, J./Fischer, K., Banks, Finance and Investment in Germany, Cambridge 1994.

Unsicherheit über die Marktbedingungen geben kann. Mit der Frage, wie solche Informationsasymmetrien möglichst zu beseitigen sind, ohne daß andere Effizienzkriterien des Kapitalmarktes Schaden nehmen, muß sich ein Forschungsprogramm über die „Effiziente Gestaltung von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen“ ebenfalls befassen.

Auf alle drei Effizienzmerkmale eines Finanzsystems wirken nicht nur die vielfältigen Marktkräfte ein, sondern auch staatliche Regulierungen. Regulierungen beschränken dabei durch staatliche Auflagen und Beaufsichtigungen die Handlungsmöglichkeiten der Kapitalmarktteilnehmer und stehen insoweit in einem Spannungsverhältnis zu den Marktkräften, weil sie die freie Entfaltung der marktlichen Kräfte nicht nur fördern, sondern auch behindern können. Die Leistungsfähigkeit der Finanzmärkte und Finanzinstitutionen wird daher maßgeblich von den rechtlichen Rahmenbedingungen beeinflusst, wozu eine große Zahl von Geboten und Verboten für das Betreiben einer Bank oder einer anderen Finanzinstitution ebenso gehört wie regelmäßige und intensive Kontrollen des Geschäftsablaufes.

Ein Finanzsystem funktioniert nicht generell um so besser, ist also nicht notwendigerweise um so effizienter, je umfassender die Regulierung ausgelegt ist. Regulierung hat vielfach auch die Tendenz zu kontraproduktiven Effekten: Indem sie vorgibt, nur den gewünschten Anleger- oder Einlegerschutz gewährleisten zu wollen, kann sie tatsächlich gravierende Nebenwirkungen entfalten. Ein Beispiel sind hohe finanzielle und personelle Anforderungen an die Erlangung einer Banklizenz, wodurch nicht nur die Wahrscheinlichkeit einer betrügerischen Gründung von Banken herabgesenkt, sondern auch ein generelles Hemmnis für die Neugründung und die Neuformierung von Finanzintermediären aufgebaut wird.

Die Konsequenz einer solchen Marktzugangsbarriere sind Behinderungen des Wettbewerbs und die Erleichterung kartellähnlicher Strukturen der bestehenden Finanzinstitutionen. Das grundlegende Spannungsverhältnis von Markt und Regulierung verbietet daher Extremlösungen. Statt dessen sind in jedem Einzelfall Stabilitätsgewinne und Effizienzeinbußen, die mit einer bestimmten Regulierung verbunden sind, gegeneinander abzuwägen. Diese Abwägung erfordert eine ganzheitliche Betrachtungsweise, weil es

Die Leistungsfähigkeit  
von Finanzmärkten und  
-institutionen hängt von  
den gesetzlichen  
Rahmenbedingungen ab

bei der Beurteilung staatlicher Eingriffe in den Finanzmarkt nicht nur auf die Regulierung einzelner Märkte oder Institutionen ankommt, sondern auf die des gesamten Finanzsystems. Auch die Krisenfestigkeit des Banken- und Finanzsystems hängt nicht von der Regulierungsintensität per se ab, sondern von den verschiedenen Ansatzpunkten und ihrem Wirkungszusammenhang. So ist beispielsweise für das amerikanische Bankensystem bis 1980 die Kombination von Trennbankensystem, räumlichen Beschränkungen und Preisregulierung als geradezu kontraproduktiv nachgewiesen worden. Die Krise des Sektors der amerikanischen Hypothekensparbanken (Savings & Loan Associations) ist ein empirischer Beleg dafür.<sup>10</sup>

*Krisenfestigkeit eines Banken- und Finanzsystems hängt nicht allein von der Regulierungsintensität ab*

#### **4. Zielsetzungen finanzmarktpolitischer Forschung**

Wenn sich eine Gruppe von Forschern im Rahmen einer größeren Anzahl thematisch, methodisch und organisatorisch aufeinander bezogener Projekte mit den Funktionsbedingungen eines leistungsfähigen Finanzsystems auseinandersetzen will, dann sollten bei der Erarbeitung von Gestaltungsempfehlungen die konkreten ordnungspolitischen und finanztechnologischen Gegebenheiten Berücksichtigung finden.

Das Oberziel finanzmarktpolitischer Forschungen muß daher der Analyse der Lenkungs- und Kontrolleleistungen gelten, die von Finanzmärkten und Finanzintermediären erbracht werden. Dazu müssen das Zusammenwirken der Marktkräfte und Regulierungen sowie das Verhalten der Finanzintermediäre (Kreditinstitute, Makler, Versicherungen) studiert werden, wobei die Interessen der verschiedenen Marktteilnehmer (diverse Anleger- und Gläubigergruppen, Manager, Öffentlichkeit) zu berücksichtigen sind.

Eine solche finanzmarktpolitische Forschung kann aber nur gedeihen, wenn eine gute Basis für einen Dialog zwischen Unternehmen, Politik und Wissenschaft besteht. Beispielsweise können Fragen der Regulierung der Finanzintermediäre kaum sinnvoll ohne theoretisches Konzept, aber auch nicht wirksam ohne den Blick für das „praktisch Machbare“ behandelt werden. Konkrete Ansatzpunkte ergeben sich hinsichtlich der Anwendung der Insider-Ge-

*Dialog zwischen Unternehmen, Politik und Wissenschaft ist die Basis erfolgreicher finanzmarktpolitischer Forschung*

<sup>10</sup> Vogel, T., Bankenregulierung. Die Zielsetzungen Einlegerschutz und Stabilität des Bankensystems, Dissertation, Würzburg 1990.

setzung des Finanzmarktförderungsgesetzes, hinsichtlich der regulatorischen Ausgestaltung bestimmter Wertpapierteilmärkte oder im Hinblick auf die Umsetzung der Wertpapier- und Kapitaladäquanzrichtlinie in das deutsche Aufsichtsrecht.

Schließlich muß es ebenfalls ein Ziel der Organisation finanzmarktpolitischer Forschung sein, Wissenschaftler und Praktiker zur gemeinsamen Diskussion anzuregen. Gerade die Einrichtung eines Forschungsschwerpunkts könnte eine gute Ausgangsbasis für eine Abstimmung von Forschungsinteressen, für die gegenseitige Information über Forschungsprojekte und den Gedankenaustausch über Grundlagen und Ergebnisse dieser Studien zwischen Wirtschaft, Politik und Wissenschaft sein.<sup>11</sup> Die Finanzmarktforschung, die Forschung für den Finanzplatz Deutschland und, in lokaler Perspektive, für den Finanzplatz Frankfurt erscheint also insgesamt betrachtet auf einem guten Weg.

*Wissenschaftler und  
Praktiker sollten zur  
gemeinsamen  
Diskussion veranlaßt  
werden*

<sup>11</sup> Noch eine andere Institution hat sich in der Zwischenzeit dieses letzten Ziels angenommen, nämlich die Ende 1993 gegründete Deutsche Gesellschaft für Finanzwirtschaft. Diese Gesellschaft bezweckt den Austausch zwischen Wissenschaft und Praxis sowie die Pflege internationaler Beziehungen im Bereich der Finanzwirtschaft. Damit ist endlich wie in den Vereinigten Staaten auch in der Bundesrepublik Deutschland ein organisatorischer Rahmen für einen beständigen Dialog über Fragen der Finanzmarktforschung zwischen Theoretikern und Praktikern geschaffen worden.